

Langfassung

Grundsätze für die Erstellung von Fairness Opinions

Version 3.1, April 2023

Die Mitglieder der DVFA-Arbeitsgruppe Fairness Opinions

Prof. Dr. Bernhard Schwetzler, Vorsitzender, HHL Leipzig Graduate School of Management

Prof. Christian Aders, stv. Vorsitzender, Senior Managing Director, Value Trust Financial Advisors Deutschland GmbH

Prof. Dr. Dr. h.c. Wolfgang Ballwieser, Ludwig-Maximilians-Universität München

Prof. Dr. Christian Decher, Off Counsel, Freshfields Bruckhaus Deringer Rechtsanwälte Steuerberater PartG mbB

Peter Thilo Hasler, Analyst, Sphene Capital GmbH (Vorstand DVFA e. V.)

Dr. Achim Herfs, Partner, Kirkland & Ellis International LLP

Dr. Gerhard Killat, Senior Advisor, ParkView Partners GmbH

Dr. Sabrina Kulenkamp, Partner, Freshfields Bruckhaus Deringer Rechtsanwälte Steuerberater PartG mbB

Thorsten Müller, Geschäftsführer, Lighthouse Corporate Finance GmbH (Vorstandsvorsitzender DVFA e. V.)

Dennis Muxfeld, Director, Value Trust Financial Advisors Deutschland GmbH

Prof. Christian Strenger, Aufsichtsrat, DWS Investment GmbH

Grundsätze für die Erstellung von Fairness Opinions

Titel	Seite	RdNr.
A. Einführung	3	1
I. Zielsetzung der Grundsätze für die Erstellung von Fairness Opinions	3	1
II. Inhalt und Funktionen von Fairness Opinions.....	4	5
1. Inhalt.....	4	5
2. Anwendungsfälle	5	8
3. Funktionen der Fairness Opinion.....	5	10
III. Fairness Opinions außerhalb Deutschlands	6	13
B. Rechtliche Grundsätze	6	14
I. Business Judgement Rule als Ausgangspunkt für die Pflichtenstellung der Organe.....	6	14
II. Anforderungen an den arm's length-Prozess.....	8	17
1. Verhandlungen wie zwischen unabhängigen Dritten	8	17
2. Pflicht zur Einholung einer Fairness Opinion?.....	8	19
3. Plausibilisierung der Fairness Opinion.....	8	22
III. Rechtliche Anforderungen an die Angemessenheit der Gegenleistung	9	24
1. Verkäuferperspektive.....	9	25
2. Käuferperspektive.....	11	31
IV. Besonderheiten bei öffentlichem Übernahmeangebot.....	11	32
C. Erstellung einer Fairness Opinion	12	32
I. Beauftragung.....	12	32
1. Auftraggeber	12	37
2. Adressaten.....	13	41

	3.	Auftragsschreiben	13	42
II.		Ersteller.....	14	43
	1.	Auswahl des Erstellers.....	14	43
	2.	Vergütung	15	49
	3.	Informationsgrundlage.....	15	51
	4.	Auftragsdurchführung.....	16	56
III.		Inhalt der Fairness Opinion	17	58
	1.	Grundsatz.....	17	58
	2.	Struktur	17	61
	3.	Fachliche und organisatorische Anforderungen für Ersteller von Fairness Opinions.....	20	73
IV.		Finanzielle Angemessenheit	20	74
	1.	Grundlegende Beurteilungskriterien.....	20	74
	2.	Beurteilungskriterien für den Käufer.....	21	78
	3.	Beurteilungskriterien für den Verkäufer.....	22	83
	4.	Methoden zur Bewertung und Beurteilung der Angemessenheit der angebotenen Gegenleistung	24	88
D.		Offenlegung	28	104
I.		Rechtliche Anforderungen.....	28	104
II.		Ausgewählte internationale Jurisdiktionen.....	30	108
	1.	USA	30	109
	2.	Vereinigtes Königreich/UK.....	31	113
	3.	Frankreich.....	32	115
	4.	Österreich.....	33	118
	5.	Schweiz.....	33	120

A. Einführung

I. Zielsetzung der Grundsätze für die Erstellung von Fairness Opinions

1 Die hier dargelegten Grundsätze beziehen sich auf Fairness Opinions, die für Organe von Kapitalgesellschaften, insbesondere Vorstände und Aufsichtsräte von Aktiengesellschaften, als Informations- und Entscheidungsgrundlage für Unternehmenstransaktionen erstellt werden (analoge Anwendung für die Organe einer GmbH). Sie wurden von der DVFA-Expertgroup „Fairness Opinions“ unter der Leitung von Professor Dr. Bernhard Schwetzler, Handelshochschule Leipzig, erarbeitet.¹

2 Zwar besteht in Deutschland keine rechtliche Verpflichtung, Fairness Opinions einzuholen. Auch das WpÜG schreibt sie für die Stellungnahme von Vorstand und Aufsichtsrat zu öffentlichen Übernahme- und Erwerbsangeboten nicht vor. Sie sind aber insbesondere zum Schutz der Unternehmensorgane vor Haftungsrisiken bei Entscheidungen über Unternehmenstransaktionen zu empfehlen (siehe unten Rdn. 10).

3 Die Fairness Opinion ist kein Instrument zur Preisfindung, sondern eine Stellungnahme zur finanziellen Angemessenheit bereits vorgegebener oder geplanter Transaktionsbedingungen (siehe auch Rdn. 5). Sie soll den Organen bei ihrer Entscheidungsfindung helfen bzw. diese absichern. Gleichzeitig macht sie die Entscheidungen der Organe für die Aktionäre und Investoren transparent und kann abhängig vom Umfang der Offenlegung (siehe unten Rdn. 11 und 104 ff.) dem Kapitalmarkt als Grundlage für eine eigene Beurteilung der finanziellen Vorteilhaftigkeit einer Transaktion dienen. Aus diesen Gründen ist es in Deutschland üblich, bei großen Unternehmenstransaktionen Fairness Opinions einzuholen.

4 Fairness Opinions werden überwiegend von Investmentbanken, Finanzberatern und Wirtschaftsprüfern erstellt. Dabei fehlen bisher einheitliche Standards bezüglich des Inhalts und der Erstellung. Häufig folgen die Ersteller internen Vorgaben oder den berufsständischen Vorschriften des Instituts der Wirtschaftsprüfer.² Bereits die Grundsätze für Fairness Opinions der DVFA aus dem Jahr 2008 widmeten sich der

¹ Weitere Mitglieder dieser Gruppe sind Prof. Dr. Christian Aders (stv. Vors.), Prof. Dr. Dr. h.c Wolfgang Ballwieser, Prof. Dr. Christian Decher, Peter Thilo Hasler, Dr. Achim Herfs, Dr. Gerhard Killat, Dr. Sabrina Kulenkamp, Thorsten Müller, Dennis Muxfeld und Prof. Christian Strenger.

² Vgl. IDW (2011): Grundsätze für die Erstellung von Fairness Opinions (IDW S 8) (Stand: 17.01.2011), WPg, Supplement 1, S. 85-96.

hiesigen Thematik, waren allerdings eingegrenzt auf Fairness Opinions für Vorstände und Aufsichtsräte von Bieter- und Zielunternehmen im Rahmen des § 27 WpÜG. Insofern setzt das vorliegende Papier auf den früheren Empfehlungen der DVFA auf. Es ist jedoch deutlich weiter gefasst und bezieht sich nicht mehr nur auf öffentliche Übernahmeangebote im Sinne des WpÜG, sondern auf Unternehmenstransaktionen insgesamt.³ Diese Grundsätze und die damit verbundenen Empfehlungen haben das Ziel, den Maßstab zur Beurteilung von Fairness und die Methoden, die bei dieser Beurteilung angewandt werden sollen, zu konkretisieren. Diese sind unter Beachtung der rechtlichen Rahmenbedingungen zu entwickeln, für eine breite Anwendergruppe verständlich darzustellen und sollen konkrete Empfehlungen für eine Best Practice geben.

II. Inhalt und Funktionen von Fairness Opinions

1. Inhalt

5 Fairness Opinions sind sachverständige Stellungnahmen zur finanziellen Angemessenheit der vereinbarten oder beabsichtigten Gegenleistung bei einer Unternehmenstransaktion. Sie werden im Zusammenhang mit dem verhandelten Kauf und Verkauf von Gesellschaftsanteilen und dem Erwerb börsennotierter Unternehmen im Rahmen von öffentlichen Übernahmeangeboten erstellt. Auftraggeber sind die Organe (bei Aktiengesellschaften: Vorstand und/oder Aufsichtsrat) der (potentiellen) Käufer und Verkäufer, bei Übernahmen die Organe der Zielgesellschaft.

6 Inhaltlich setzt sich die Fairness Opinion mit einem Vergleich des Wertes der im Rahmen der Transaktion angebotenen Gegenleistung und dem Wert des Unternehmens aus Sicht des Käufers oder Verkäufers auseinander. Die Gegenleistung umfasst den vorgesehenen Transaktionspreis, aber auch seine möglichen Anpassungen, etwa durch Earn-Outs oder sonstige wesentliche finanzielle Nebenabreden. Beim Unternehmenskauf übliche, sonstige Garantien des Verkäufers werden dagegen in der Regel nicht berücksichtigt.

7 Formell besteht eine Fairness Opinion aus zwei Teilen:

- dem Valuation Memorandum, in dem ausführlich die Transaktion, die verwendeten Informationsgrundlagen, Bewertungsverfahren und die Ableitung des Urteils hinsichtlich der finanziellen Angemessenheit dargestellt werden;

³ Nicht betroffen von diesen Grundsätzen sind gesetzlich besonders geregelte Bewertungsanlässe, wie aktienrechtliche Strukturmaßnahmen und Verschmelzungen.

- dem Opinion Letter, der in aggregierter Form die Transaktion und deren abschließende Beurteilung beschreibt.

2. Anwendungsfälle

8 Fairness Opinions werden insbesondere in den folgenden Situationen eingeholt:

- Bei Akquisitionen, einschließlich öffentlichen Übernahmen;
- bei Desinvestitionen, namentlich dem Verkauf von Beteiligungen oder Unternehmensteilen (u.a. auch bei sog. „Fund to Fund“-Transaktionen);
- bei Restrukturierungen, insbesondere Debt-to-Equity Swaps;
- im Zusammenhang mit der Stellungnahme zur finanziellen Angemessenheit des Ausgabepreises gemäß § 255 Abs. 2 AktG bei Sacheinlagen, insbesondere Share-for-Share Transaktionen;
- im Zusammenhang mit der begründeten Stellungnahme der Organe der Zielgesellschaft zu einem Übernahme-/Delistingangebot nach § 27 WpÜG ggf. i.V.m. §39 BörsG Abs. 2 und
- bei Interessenkonflikten, z.B. bei Transaktionen mit nahestehenden Personen oder einem herrschenden Unternehmen (§§ 111a, 311, 317 AktG).

- 9
- Geschäfte mit nahestehenden Personen (§§ 111a ff. AktG) sind ein gesetzlich geregelter Fall der Überprüfung von Situationen, in denen potentiell Interessenkonflikte auftreten können. Auch den Regeln zum faktischen Konzern (§§ 311 ff. AktG) liegt ein potentieller Interessenkonflikt zugrunde. Aber auch ohne gesetzliche Regelungen für Konfliktsituationen kann eine Fairness Opinion benötigt werden, wenn Aktionäre oder Investoren bei Transaktionen mögliche Interessenkonflikte befürchten, z.B. Mitglieder des Vorstands bzw. der Geschäftsleitung des Verkäufers beabsichtigen, nach der Transaktion Funktionen beim Käufer zu übernehmen.

3. Funktionen der Fairness Opinion

- 10
- (i) Schutzfunktion: Die Fairness Opinion ist ein wesentlicher Teil der Informationen, auf deren Basis die Organe einer Gesellschaft sich für (oder gegen) eine Transaktion oder – im Falle der Zielgesellschaft bei einer öffentlichen Übernahme – für (oder gegen) die Unterstützung eines Angebots entscheiden. Das Handeln der Organe auf Basis hinreichender Informationen ist wesentliche Voraussetzung für die Anwendbarkeit der Business Judgement Rule des § 93 Abs. 1 Satz 2, § 116 AktG (näher Rdn. 14 ff.).

Mithin dient die Fairness Opinion dem Schutz der Organe vor Haftungsrisiken.

- 11 (ii) Validierungs- und Transparenzfunktion: Die Fairness Opinion dient ferner der Validierung der Entscheidung der Organe gegenüber Gesellschaftern, Analysten und ggf. dem Kapitalmarkt und macht die Entscheidungsgrundlage transparent.
- 12 (iii) Informationsfunktion: Die Organe erhalten durch die Fairness Opinion Informationen über vergleichbare Transaktionen und Marktdaten. Die Fairness Opinion versetzt sie mithin in die Lage, auf objektiverer Informationsbasis ihre Entscheidung für oder gegen eine Transaktion zu treffen. Sie ist insofern Entscheidungshilfe.

III. Fairness Opinions außerhalb Deutschlands

13 Fairness Opinions kommen bei Transaktionen in zahlreichen Ländern mit entwickelten Kapitalmärkten zur Anwendung.⁴ Unterschiede zwischen einzelnen Ländern existieren hinsichtlich der Verpflichtung zur Einholung einer Opinion; in einigen Ländern wird die Entscheidung den Organen überlassen (USA), in anderen ist sie gesetzlich oder über Verordnung von Regulatoren vorgeschrieben (Österreich, Vereinigtes Königreich, Frankreich und Schweiz). Unterschiedliche Ausgestaltungen existieren auch hinsichtlich des Umgangs mit möglichen Interessenkonflikten des Erstellers (so muss in Frankreich der Ersteller unabhängig sein) und der Veröffentlichung der Opinion: In einigen Ländern ist die gesamte Opinion zugänglich zu machen (Frankreich, Schweiz), während in anderen lediglich eine Zusammenfassung veröffentlicht werden muss (USA).

B. Rechtliche Grundsätze

I. Business Judgement Rule als Ausgangspunkt für die Pflichtenstellung der Organe

14 Die Gesellschaftsorgane von Käufer und Verkäufer haben bei der Entscheidung über das „Ob“ und das „Wie“ einer Transaktion den Sorgfaltsmaßstab zu beachten, der sich für Aktiengesellschaften aus § 93 Abs. 1 AktG ergibt und der in der Sache auch für andere Gesellschaftsformen gilt. Bei diesen Entscheidungen, und hier insbesondere der Beurteilung der Angemessenheit der Vertragskonditionen, genießen die Organe den rechtlichen Schutz („*Safe Haven*“) der Business Judgement Rule des § 93 Abs. 1 Satz 2 AktG i.V.m. § 116 AktG. Akquisitionen und Desinvestitionen sind typische

⁴ Ein Überblick über die wichtigsten Regelungen findet sich im Anhang zu diesen Grundsätzen.

unternehmerische Entscheidungen. Bei derartigen Entscheidungen handeln die Organe pflichtgemäß, wenn sie vernünftigerweise annehmen durften, auf der Grundlage angemessener Information zum Wohle der Gesellschaft zu handeln.

15 Für die Beurteilung, ob eine Transaktion und deren Konditionen nach der pflichtgemäßen Einschätzung der Organe dem Wohle der Gesellschaft dienen, also dem Unternehmensinteresse entsprechen, ist ein zweifacher Test anzulegen. Zum einen müssen die Organe die Transaktion formal in einem Prozess vollziehen, der den Anforderungen an ein Handeln wie mit fremden Dritten („*at arm's length*“) gerecht wird (nachfolgend Rdn. 17 ff.). Zum anderen müssen die finanziellen Konditionen angemessen sein. Nicht jede Wertabweichung wird ein pflichtwidriges Verhalten begründen, sondern es muss sich um ein eindeutig unververtretbares Missverhältnis zwischen dem Wert der Leistung und der Gegenleistung handeln. Da im Sinne der Business Judgement Rule auf das „Wohl der Gesellschaft“ bzw. das „Unternehmensinteresse“ abzustellen ist, geht die gesamte Beurteilung der Transaktion durch die Organe über die bloße Betrachtung der finanziellen Angemessenheit hinaus. Auch eine finanziell nicht angemessene Transaktion kann bei gewichtigem Unternehmensinteresse an der Durchführung der Transaktion gerechtfertigt sein. Im Gegensatz zur Gesamtbewertung der Organe beschränkt sich die Fairness Opinion jedoch ausschließlich auf die Betrachtung der finanziellen Angemessenheit der Transaktion.

16 Die Einholung einer Fairness Opinion zur finanziellen Angemessenheit eines vereinbarten oder geplanten Preises im Rahmen einer Unternehmenstransaktion spielt im Zusammenhang mit dem Schutz durch die Business Judgement Rule eine wesentliche Rolle. Holen die Gesellschaftsorgane eine Fairness Opinion ein, so ist diese ein wesentliches Argument für ein Handeln auf der Grundlage angemessener Information. Gleichzeitig ist die Überprüfung der finanziellen Angemessenheit des Preises bei einer Transaktion ein wesentliches Element für die Einschätzung des entscheidenden Organs darüber, ob die Transaktion im Unternehmensinteresse liegt. Sie ist zudem Beleg für ein formal sorgfältiges Verhandeln wie zwischen unabhängigen Partnern. Das Vorliegen einer Fairness Opinion allein entlastet den Vorstand und Aufsichtsrat aber nicht. Die Organe haben die Fairness Opinion pflichtgemäß auf ihre Plausibilität hin zu überprüfen. (vgl. nachfolgend Rdn. 22) Zudem können sie zusätzliche Aspekte berücksichtigen, die nicht Gegenstand der Fairness Opinion sind (siehe vorstehend Rdn. 15).

II. Anforderungen an den *arm's length*-Prozess

1. Verhandlungen wie zwischen unabhängigen Dritten

17 Findet eine Transaktion zwischen der Gesellschaft und einem unabhängigen Dritten statt, so werden regelmäßig keine Zweifel daran bestehen, dass auch der gesamte Prozess der Transaktion „*at arm's length*“ erfolgt. Das wird insbesondere dann der Fall sein, wenn Verhandlungen mit mehreren Interessenten geführt werden und sich die Organe für das beste Angebot entscheiden (Auktionsprozess).

18 Bei Transaktionen mit einem herrschenden Unternehmen, einem Großaktionär oder einem Organmitglied ist besonderer Wert auf die Einhaltung eines Prozesses wie zwischen unabhängigen Dritten zu legen. Die Durchführung eines Auktionsverfahrens, an dem auch unabhängige Dritte teilnehmen, ist ein starkes Indiz für einen angemessenen Preisfindungsprozess. Die Durchführung eines Auktionsprozesses ersetzt jedoch nicht die Beurteilung der finanziellen Angemessenheit durch die Fairness Opinion.

2. Pflicht zur Einholung einer Fairness Opinion?

19 Die Einholung einer Fairness Opinion ist ein wesentliches Indiz für ein Handeln der Organe auf der Grundlage angemessener Information und für die Einhaltung eines Transaktionsprozesses wie zwischen unabhängigen Dritten. Eine rechtliche Verpflichtung der Organe zur Einholung einer Fairness Opinion besteht jedoch regelmäßig nicht.

20 Die Einholung einer Fairness Opinion kann entbehrlich sein, wenn und weil die Organe sich selbst eine sachkundige Meinung über die finanzielle Angemessenheit der Transaktionsbedingungen auf Grundlage hinreichender Informationen bilden können. Dennoch wird sich die Einholung einer Fairness Opinion jedenfalls bei bedeutenden Transaktionen aus Sicht der Organe, bei Interessenkonflikten der Organe oder einzelner Organmitglieder oder Transaktionen mit nahestehenden Personen regelmäßig empfehlen. Die finanzielle Angemessenheit der Transaktionsbedingungen wird durch einen sachverständigen Experten validiert.

21 Im Einzelfall kommt die Einholung gesonderter Fairness Opinions für den Vorstand und für den Aufsichtsrat in Betracht (siehe unten Rdn. 37 ff.).

3. Plausibilisierung der Fairness Opinion

22 Im Rahmen der Business Judgement Rule können die Organe nach der Rechtsprechung des BGH die Einhaltung ihrer Sorgfaltspflichten belegen, indem sie sich unter umfassender Darstellung der Verhältnisse der Gesellschaft und Offenlegung der erforderlichen Unterlagen von einem unabhängigen, für die zu klärende Frage

fachlich qualifizierten Experten beraten lassen und zudem den erteilten Rat einer sorgfältigen Plausibilitätskontrolle unterziehen.⁵ Die Organe müssen dem Ersteller der Fairness Opinion den zu beurteilenden Sachverhalt zutreffend und vollständig schildern und die Fairness Opinion sorgfältig auf Plausibilität und Richtigkeit der verwendeten Grundlagen und Tatsachen überprüfen. Dies umfasst eine Überprüfung, ob die Fairness Opinion an zutreffende und vollständige Tatsachen anknüpft und alle Fragen zur Beurteilung der finanziellen Angemessenheit widerspruchsfrei beantwortet, oder ob sich aufgrund der Fairness Opinion weitere Fragen aufdrängen. Die Fairness Opinion sollte durch den Ersteller im Rahmen einer Organsitzung erörtert und die Sitzung entsprechend dokumentiert werden.

23 Die für die Plausibilitätsbeurteilung wesentlichen Informationen der Fairness Opinion finden sich im sogenannten Valuation Memorandum. Die Organe werden Wert darauf legen, dass ihnen das Valuation Memorandum rechtzeitig vor der Entscheidung zur Prüfung übermittelt wird. Insbesondere die im Valuation Memorandum aufgezeigten Wertbandbreiten und deren Herleitung aus den zugrunde gelegten Bewertungsmethoden sind sorgfältig durch die Organe zu plausibilisieren.

III. Rechtliche Anforderungen an die Angemessenheit der Gegenleistung

24 Gesetzlich sind die Begriffe „finanzielle Angemessenheit“ oder „Fairness“ nicht definiert. Es gibt allerdings bei Konzernverhältnissen oder bei Transaktionen mit nahestehenden Personen rechtliche Anforderungen an die Angemessenheit der Gegenleistung. Geschäfte im faktischen Konzern dürfen für die beherrschte Gesellschaft nicht nachteilig im Sinne von § 311 AktG sein, Geschäfte mit nahestehenden Personen müssen ab einem bestimmten Volumen vom Aufsichtsrat darauf überprüft werden, ob die Konditionen marktgerecht sind (§ 111b AktG). Bei öffentlichen Übernahmeangeboten sind die Mindestpreisregeln nach dem WpÜG zu beachten. Die Beurteilung der finanziellen Angemessenheit der Gegenleistung gehört zu den Sorgfaltspflichten der Organe bei Unternehmenstransaktionen. Die rechtlichen Vorgaben sind aber hier prozessbezogen, nicht wertbezogen (siehe oben Rdn. 15).

1. Verkäuferperspektive

(i) Gegenleistung in bar

25 Die Fairness Opinion wird regelmäßig auf der Basis verschiedener Bewertungsmethoden und Bewertungsparameter eine Wertbandbreite für die finanzielle Angemessenheit der Gegenleistung darstellen. Diese Bandbreite reflektiert

⁵ BGH, Urt. v. 20.9.2011 – II ZR 234/09 = ZIP 2011, 2097 Rdn. 18; BGH, Urteil v. 28.4.2015 – II ZR 63/14 = BB 2015, 1743 Rdn. 28; vgl. bereits BGH, Urt. v. 14.5.2007 – II ZR 48/06 = ZIP 2007, 1265 Rdn. 16.

die Schätzungen des Wertes der Gesellschaftsanteile aus Sicht des Veräußerers. Die Schätzung erfolgt über die Prognose künftiger Mittelzuflüsse bei den Investoren und deren Bewertung mit den in Abschnitt C.IV.4. dargestellten Methoden. Ist das Transaktionsobjekt börsennotiert, so ist der Börsenkurs im Falle seiner Eignung als Grundlage für die Ermittlung des Wertes einzubeziehen.

26 Bei Einhaltung der Anforderungen an die Durchführung des Verkaufsprozesses „*at arm's length*“, also der Durchführung eines Auktionsverfahrens und/oder der Einholung einer Fairness Opinion wird regelmäßig die Pflichtgemäßheit des Handelns der Organe zu bejahen sein.

27 Bei der Beurteilung der finanziellen Angemessenheit haben die zuständigen Organe zu berücksichtigen, ob sich der in Aussicht genommene Verkaufspreis innerhalb der Bandbreite bzw. oberhalb der ermittelten Werte befindet.

28 Eine Teilhabe des Verkäufers an den finanziellen Vorteilen, z.B. Netto-Synergien (Summe aus Synergien, negative Synergien und Kosten der Synergierrealisierung), Performance-Verbesserungen und Optimierung der Kapitalstruktur, die der Käufer realisieren kann, ist rechtlich nicht zwingend. Aber für eine Entscheidung auf informierter Grundlage im Sinne der Business Judgement Rule wird eine Ermittlung dieser finanziellen Vorteile, soweit dies möglich ist, erforderlich sein, damit das Verhandlungsergebnis daran gemessen werden kann. Nur dann können die Organe die finanzielle Angemessenheit der Gegenleistung beurteilen (vgl. hierzu Rdn. 74 ff.). Bei Verkauf von börsennotierten Anteilen wird durch die Prämie auf den Börsenkurs erkennbar, inwieweit der Käufer den Verkäufer an finanziellen Vorteilen aus der Transaktion partizipieren lassen will.

29 Im Fall des Verkaufs einer Unternehmensbeteiligung, die in den Unternehmensverbund des Verkäufers integriert ist, sind für die Beurteilung der finanziellen Angemessenheit des Verkaufspreises die bislang im Unternehmensverbund durch die verkaufende Gesellschaft erzielten finanziellen Vorteile bzw. deren Verlust zu berücksichtigen.

(ii) Gegenleistung in Anteilen

30 Erhält der Verkäufer als Gegenleistung Gesellschaftsanteile/Aktien des Käufers, so beurteilt sich die finanzielle Angemessenheit des Verkaufspreises nach dem Verhältnis des Wertes der zu veräußernden Beteiligung zu dem Wert der erhaltenen Anteile. Eine Fairness Opinion hat sich in solchen Fällen neben der Beurteilung des Wertes der erhaltenen Anteile auch auf die Beurteilung der erzielbaren finanziellen Vorteile aus der Transaktion zu beziehen. Wenn die als Gegenleistung gebotenen Anteile börsennotiert sind, ist auch der Börsenkurs zu berücksichtigen.

2. Käuferperspektive

31 Für die Beurteilung der finanziellen Angemessenheit eines Kaufpreises gelten im Grundsatz die Überlegungen wie für die Beurteilung der finanziellen Angemessenheit eines Verkaufspreises mit dem Unterschied, dass sich die finanzielle Angemessenheit der Gegenleistung innerhalb der Bandbreite oder darunter ergibt.

IV. Besonderheiten bei öffentlichem Übernahmeangebot

32 Ein öffentliches Übernahmeangebot richtet sich an die Aktionäre der Zielgesellschaft. Für die Frage einer Empfehlung der Annahme des Angebots durch die Aktionäre im Rahmen der Stellungnahme gemäß § 27 WpÜG steht die finanzielle Angemessenheit des Angebotspreises aus deren Sicht im Mittelpunkt.

33 Vorstand und Aufsichtsrat der Zielgesellschaft müssen gemäß § 27 WpÜG eine Stellungnahme zu einem öffentlichen Übernahmeangebot abgeben, insbesondere zur finanziellen Angemessenheit des Angebotspreises. Die Zielsetzung der §27 WpÜG-Stellungnahme ist die Schaffung von Transparenz seitens der Organe für die Entscheidungsfindung durch die Aktionäre.

34 Die Vorschrift des § 31 WpÜG i.V.m. den §§ 4-6 der WpÜG-Angebotsverordnung enthält Regelungen über den Mindestpreis. In der Praxis übersteigt der Angebotspreis regelmäßig den Mindestpreis. Dies allein reicht aber nicht aus, um die finanzielle Angemessenheit bejahen und die Annahme des Angebots empfehlen zu können. Die Organe der Zielgesellschaft müssen sich mit der Angemessenheit des Angebotspreises im Einzelnen auseinandersetzen. Dies erfolgt durch Gegenüberstellung des Angebotspreises mit dem Wert je Aktie.

35 Die Stellungnahme gemäß § 27 WpÜG wird oft auf der Grundlage einer Fairness Opinion erfolgen,⁶ die aufgrund verschiedener Bewertungsmethoden und daraus abgeleiteten Bandbreiten ein Urteil über die Angemessenheit des Angebotspreises trifft. Bei der Empfehlung an die Aktionäre in der Stellungnahme sind die Organe rechtlich nicht an das Ergebnis der Fairness Opinion gebunden. Insoweit besteht unternehmerisches Ermessen.

36 Die Organe der Zielgesellschaft müssen sich aber nicht nur mit der Höhe der Gegenleistung auseinandersetzen, sondern auch mit voraussichtlichen Folgen eines erfolgreichen Angebots für die Zielgesellschaft sowie den vom Bieter mit dem Angebot verfolgten Zielen. Dies kann eine Auseinandersetzung mit erwarteten

⁶ Im Zeitraum von 2017 bis 2022 wurden 77,4 % der Stellungnahmen nach § 27 WpÜG durch mindestens eine Fairness Opinion gestützt. Vgl. finexpert-Value Trust German Takeover Report 2022, S. 18.

Wertsteigerungspotentialen des Bieters und den zwischen dem Bieter und der Zielgesellschaft entstehenden Synergien umfassen, insbesondere wenn auf diese finanziellen Vorteile in der Transaktionsdokumentation bereits Bezug genommen wurde. Die Fairness Opinion wird sich zur Marktüblichkeit der Prämie und ggf. zur angemessenen Teilhabe an den erzielbaren finanziellen Vorteilen äußern, auf die sich die Organe nach angemessener Plausibilisierung stützen können. Hierfür ist zu untersuchen, inwieweit eine angebotene Prämie auf den Börsenkurs sich innerhalb einer marktüblichen Bandbreite bewegt. Die Marktüblichkeit einer Prämie kann ein Argument für die Empfehlung einer Annahme des Angebots sein. Eine unterdurchschnittliche Prämie oder der gänzliche Verzicht führen hingegen nicht notwendigerweise zur Verpflichtung, die Ablehnung des Angebots zu empfehlen oder sich einer Stellungnahme zu enthalten. Allerdings werden sich die Organe insoweit einem erhöhten Begründungsaufwand ausgesetzt sehen, wenn und weil sie sich nicht auf eine Fairness Opinion stützen können.

C. Erstellung einer Fairness Opinion

I. Beauftragung

1. Auftraggeber

37 Auftraggeber einer Fairness Opinion sind grundsätzlich die Organe des Verkäufers oder des Käufers.

38 Im Fall einer Aktiengesellschaft können Vorstand und Aufsichtsrat gemeinsam oder getrennt eine Fairness Opinion in Auftrag geben. Geben Vorstand und Aufsichtsrat z.B. eine gemeinsame Stellungnahme nach § 27 WpÜG ab, kann ihr auch eine gemeinsame Fairness Opinion zugrunde gelegt werden.

39 Wesentliche Transaktionen werden regelmäßig dem Zustimmungsvorbehalt des Aufsichtsrats unterliegen (§ 111 Abs. 4 S. 2 AktG). Bei solchen Transaktionen wird sich die Einholung einer Fairness Opinion empfehlen. Der Aufsichtsrat sollte auf eine umfassende Unterrichtung durch den Vorstand bestehen, damit er selbst Chancen und Risiken abschätzen kann. Ansonsten verletzt er seine Sorgfaltspflichten. Zwar darf der Aufsichtsrat auf die Richtigkeit der vom Vorstand vorgelegten Analysen und Stellungnahmen Dritter (Bewertungsgutachten, Due Diligence-Ergebnisse etc.) vertrauen. Er muss jedoch die Informationen in der Diskussion mit dem Vorstand und ggf. auch mit externen Beratern plausibilisieren. Hat der Vorstand die Fairness Opinion in Auftrag gegeben, sollte der Ersteller seine Bewertungsarbeiten und sein Ergebnis auch gegenüber dem Aufsichtsrat erläutern.

40 Getrennte Fairness Opinions empfehlen sich immer dann, wenn innerhalb eines Organs Interessenkonflikte auftreten können, etwa weil Vertreter im Aufsichtsrat dem

Käufer/Bieter nahestehen, z.B. Positionen in dessen Unternehmensgruppe innehaben, Mitgliedern des Vorstands der Zielgesellschaft neue Positionen beim Bieter nach erfolgreicher Übernahme angeboten werden sollen oder eigene finanzielle Vorteile mit der vorgeschlagenen Transaktion verbunden sind. Ggf. kann auch die Einholung einer unabhängigen Fairness Opinion zur Bestätigung einer durch den Transaktionsberater erstellten Fairness Opinion ratsam sein.

2. Adressaten

41 Die Auftraggeber sind die ausschließlichen Adressaten der Fairness Opinion. Die Anteilseigner/Aktionäre der beteiligten Unternehmen, deren Interessen durch die Fairness Opinion ebenfalls geschützt werden, sind hingegen keine Adressaten. Das gilt auch für den Fall, dass die Fairness Opinion für eine Stellungnahme nach § 27 WpÜG abgegeben wird. Davon zu unterscheiden ist die Frage, ob und in welcher Form die Fairness Opinion den Aktionären gegenüber offengelegt werden soll (Rdn. 104 ff.). Mangels rechtlicher Verpflichtung zur Einholung einer Fairness Opinion besteht auch keine rechtliche Offenlegungspflicht.

3. Auftragsschreiben

42 Das Auftragsschreiben sollte folgende Punkte regeln:

- Auftraggeber (Organe der Gesellschaft);
- Beschreibung der Transaktion, für welche die Fairness Opinion erstellt werden soll (Art der Transaktion, Transaktionsparteien, Rolle des Auftraggebers in der Transaktion, angedachter oder vereinbarter Transaktionspreis);
- Verwendungszweck der Fairness Opinion, evtl. Klarstellung, was nicht Umfang des Auftrags ist;
- Informationsgrundlagen:
 - Pflichten des Auftraggebers bei der Beschaffung von Informationen;
 - Pflicht zur Vollständigkeitserklärung;
- Form und Umfang der Fairness Opinion (Teilung in Opinion Letter und Valuation Memorandum, evtl. zusätzliches Factual Memorandum mit Zusammenfassung der Unterlagen, die für die Bewertungsarbeiten zur Verfügung standen);
- Regelung zur Offenlegung (wo, gegenüber wem, in welcher Form, welche Teile);

- Geheimhaltung und Vertraulichkeit (Regelungen zum Verfahren, wenn damit zu rechnen ist, dass in der Gesellschafterversammlung/Hauptversammlung des Auftraggebers weitergehende Fragen zum Inhalt der Fairness Opinion gestellt werden);
- Haftungsregelung;
- Stichtag der Bewertung;
- Honorarstruktur und
- Aussage zu potentiellen Interessenskonflikten des Erstellers.

II. Ersteller

1. Auswahl des Erstellers

- 43
- Der Ersteller der Fairness Opinion sollte nach Qualifikation und Reputation ausgesucht werden. In Betracht kommen z.B. Beratungsgesellschaften, Bewertungsfirmen, Wirtschaftsprüfungsgesellschaften und Investmentbanken.
- 44
- Ist eine Wirtschaftsprüfungsgesellschaft zugleich Abschlussprüfer einer der Transaktionsparteien, sind die Grenzen für Nichtprüfungsleistungen einzuhalten. Generell ist die Beauftragung eines beteiligten Abschlussprüfers nicht zu empfehlen.
- 45
- Bei der Auswahl stellt sich die Frage, inwiefern der Ersteller vom Auftraggeber sachlich unabhängig sein muss. Sachliche Unabhängigkeit setzt voraus, dass der Berater seine Auskunft unbeeinflusst von unmittelbaren oder mittelbaren Vorgaben hinsichtlich des Ergebnisses erteilt. Hierfür sind die Umstände der Auftragserteilung und der Auftragsdurchführung darzulegen.⁷
- 46
- Die Frage der Unabhängigkeit stellt sich auch, wenn der an der Transaktion beteiligte Berater auch die Fairness Opinion erstellt. Bei erfolgreichem Abschluss erhält der Transaktionsberater in der Regel ein erfolgsabhängiges Honorar, was sein Urteil beeinflussen könnte. Es ist aber trotzdem durchaus Praxis, den Transaktionsberater mit der Erstellung einer Fairness Opinion zu beauftragen, weil er mit der Transaktion vertraut ist und über die erforderliche Sachkunde verfügt. Dies ist bei einem engen Zeitrahmen von Vorteil.

⁷ BGH, Urteil v. 28.4.2015 – II ZR 63/14 = ZIP 2015, 1220 Rdn. 36.

- 47
- Rechtlich gibt es hier keine Vorgaben. Damit die Fairness Opinion aber ihre Schutz- und Transparenzfunktion erfüllen kann (siehe oben Rdn. 10 f.), sollten jedenfalls alle Umstände, die einen Interessenkonflikt für den Ersteller begründen können, aufgedeckt werden, damit die Aktionäre und der Kapitalmarkt dies bewerten und beurteilen können. Das gilt nicht nur für den Fall, dass der Ersteller Transaktionsberater ist, sondern auch für andere geschäftliche Beziehungen zum Auftraggeber. Gerade bei wesentlichen Transaktionen, wie öffentlichen Übernahmeangeboten, ist auch die Einholung mehrerer Fairness Opinions üblich. Es kann sinnvoll sein, eine Fairness Opinion eines bereits beteiligten Transaktionsberaters durch eine weitere unabhängige Opinion zu ergänzen.

48 Die Organe der Gesellschaft sollten in jedem Einzelfall kritisch prüfen, ob der beteiligte Transaktionsberater oder ein unabhängiger Dritter mit der Erstellung der Fairness Opinion beauftragt werden soll.

Wir empfehlen grundsätzlich die Beauftragung eines unabhängigen Beraters.

2. Vergütung

49 Die Vergütung kann frei vereinbart werden. Da die Fairness Opinion als Informationsgrundlage und Entscheidungshilfe dienen soll, sollte die Vergütung nicht erfolgsabhängig sein.

50 Die Zwecke der Fairness Opinion werden nur erreicht, wenn sie auf einer objektiven, unabhängigen und von sachfremden Erwägungen unbeeinflussten Bewertung beruht. Die Vergütung muss den Gesellschaftern/Aktionären nicht offengelegt werden.

3. Informationsgrundlage

51 Der Ersteller der Fairness Opinion ist auf die Bereitstellung hinreichender Informationen angewiesen, um seine Bewertungsarbeiten durchführen zu können. Die Beschaffung der benötigten Informationen liegt grundsätzlich in der Verantwortung des Auftraggebers. Dies sollte im Auftragschreiben festgeschrieben werden (vgl. oben Rdn. 42). Die Informationsbeschaffung des Auftraggebers bezieht sich primär auf Informationen zum Gegenstand der Transaktion. Die Beschaffung und Analyse kapitalmarktbezogener Informationen, wie z.B. Börsenkurse, Vergleichsunternehmen, Vergleichstransaktionen, Multiplikatoren und beobachtbare Übernahmeprämien sind wesentlicher Bestandteil der Fairness Opinion und liegt in der Verantwortung des Erstellers. Dasselbe gilt für alle öffentlich zugänglichen Daten (Branchen- und Marktstudien, Research Reports, Analystenreports).

52 Der Umfang der benötigten Informationen hängt von der Situation ab: Wird die Fairness Opinion für den Verkäufer oder im Fall des § 27 WpÜG für die

Zielgesellschaft erstellt, hat der Auftraggeber Zugang zu allen unternehmensinternen Informationen, insbesondere Daten aus dem internen und externen Rechnungswesen, der Planungsrechnung und ggf. Vendor Due Diligence-Berichte und Information Memoranda.

Wird die Fairness Opinion für den Käufer erstellt, sind solche Daten über das Transaktionsobjekt ggf. nicht oder nicht in gleichem Umfang erhältlich. Hier wird der Ersteller auf die Informationen angewiesen sein, die der Auftraggeber von seinen Beratern oder dem Verkäufer bzw. der Zielgesellschaft erhalten hat (Informationsmemoranden, Due Diligence-Berichte, Analysen der Transaktionsberater). Ein eigenständiger Datenraum-Zugang ermöglicht dem Ersteller, eigene Auswertungen der verfügbaren Finanzinformationen vorzunehmen.

54 Wird die Fairness Opinion für den Käufer erstellt, sollten bei der Beurteilung der Angemessenheit des Transaktionspreises regelmäßig auch alle finanziellen Vorteile aus der Transaktion berücksichtigt werden (vgl. unten Rdn. 78 ff.). Die Organe des Käufers sollten diese Analysen bereits selbst oder mit Hilfe von Dritten erstellt haben. Es ist nicht Aufgabe des Erstellers der Fairness Opinion, diese finanziellen Vorteile zu identifizieren und zu planen. Dies sollte im Auftragschreiben festgehalten werden.

55 Der Ersteller sollte die vom Auftraggeber erhaltenen Informationen plausibilisieren. Das gilt insbesondere für Planungsrechnungen und Synergieschätzungen. Eine eigenständige Due Diligence durch den Ersteller ist jedoch nicht notwendig. Soweit aus Sicht des Erstellers relevante Informationen fehlen, sollte er darauf im Opinion Letter hinweisen.

4. Auftragsdurchführung

56 • Die Auftragsdurchführung beginnt mit der Erstellung des Auftragschreibens mit den o.g. Inhalten, wie der Definition des Auftrags, der Beschreibung der geplanten Transaktion, der Festlegung der anzuwendenden Bewertungsmethodik, der notwendigen Informationen seitens des Auftraggebers, der Vereinbarung eines Zeitplans und der Form und des Umfangs der Berichterstattung sowie der Vergütung.

57 • Dem Ersteller der Fairness Opinion steht es grundsätzlich frei, ob er seine Bewertungsarbeiten in den Geschäftsräumen des Auftraggebers oder seinen eigenen Geschäftsräumen, ggf. digital, durchführt. Zu Beginn seiner Tätigkeit wird er eine umfassende Anforderung der notwendigen Informationen an den Auftraggeber richten. Nach erster Durchsicht der erhaltenen Informationen, insbesondere der Jahres- und Konzernabschlüsse und der Planungsrechnung, ist die Durchführung einer persönlichen Frage- und Antwort-Sitzung (Q&A-Sitzung) gemeinsam mit dem Auftraggeber zur Klärung offener Fragen empfehlenswert.

Diese kann bei Bedarf durch einen schriftlichen Q&A-Katalog ergänzt werden. Die Richtigkeit der zur Verfügung gestellten Informationen und die Vollständigkeit der für die Beurteilung wesentlichen Informationen sollte durch den Auftraggeber in einer Vollständigkeitserklärung bestätigt werden. Darüber hinaus sollte der Ersteller der Fairness Opinion die Ergebnisse seiner Analyse den Organen präsentieren und die diesbezüglichen Fragen der Organe hinreichend beantworten.

III. Inhalt der Fairness Opinion

1. Grundsatz

58 Es gibt keine rechtlichen Vorgaben für den Inhalt der Fairness Opinion. Da sie aber der Dokumentation des Handelns auf informierter Grundlage und Transparenzzwecken dient (Rdn. 10 ff.), sollte aus dem veröffentlichten Teil der Fairness Opinion deutlich werden, auf welcher Grundlage und mit welcher Methodik der Ersteller zu seinem Ergebnis gekommen ist.

59 Die Fairness Opinion besteht aus Opinion Letter und Valuation Memorandum. Zum Aufbau der Fairness Opinion siehe oben Rdn. 7.

60 Der Opinion Letter sollte den Auftraggeber nennen, die Transaktion kurz beschreiben, den Zeitraum der Bewertungsarbeiten angeben und etwaige Interessenkonflikte offenlegen. Zur finanziellen Angemessenheit der Transaktionsgegenleistung enthält der Opinion Letter (bei positiver Beurteilung) oft nur eine sehr kurze Aussage, die vorgeschlagene Transaktionsgegenleistung sei „*fair from a financial perspective*“ oder „*angemessen aus einer finanziellen Perspektive*“, was um weitere Informationen ergänzt werden sollte.

2. Struktur

61 Die nachfolgenden Empfehlungen gehen über die rechtlichen Erfordernisse und zum Teil auch über die gegenwärtige Praxis hinaus.

(i) Valuation Memorandum

62 Das Valuation Memorandum enthält die ausführliche Erläuterung der vom Ersteller vorgenommenen Bewertung der Zielgesellschaft. Hier sollen die zur Beurteilung herangezogenen Methoden, die verwendeten Informationsgrundlagen und das Vorgehen bei der Urteilsfindung dargelegt werden. Für die angewendeten Diskontierungsverfahren sollen die Projektionen der zugrunde gelegten Mittelzuflüsse für die Investoren, die Herleitung der verwendeten Kapitalkosten und die für die Bestimmung des Terminal Values angenommene dauerhafte Wachstumsrate dargestellt werden. Zu den Multiplikator-gestützten Bewertungsverfahren sollen die

Auswahl der verwendeten Vergleichsunternehmen, die für die Berechnung der Multiplikatoren verwendeten Werttreiber-Größen und ihr zeitlicher Bezug sowie ggf. vorgenommene Zu- oder Abschläge bei der Wertermittlung erläutert werden.

63 Die aggregierte Darstellung der Wertermittlung erfolgt mit Hilfe von Wertbandbreiten; die Urteilsfindung wird anhand dieser Wertbandbreiten erläutert.

64 Für die Struktur und den Inhalt des Valuation Memorandum gelten folgende Empfehlungen:

- 65 • In einer Executive Summary werden das Ergebnis der Beurteilung der finanziellen Angemessenheit und die wichtigsten Schritte der Herleitung erläutert.
- 66 • In einem weiterführenden Abschnitt werden der Auftrag und die Auftragsdurchführung dargestellt. Dabei soll insbesondere auf den Umfang und die Qualität der vom Auftraggeber zur Verfügung gestellten Information, z.B. die Verwendung von Ergebnissen aus einer durchgeführten Due Diligence, und deren Bedeutung für die Urteilsfindung eingegangen werden.
- 67 • Der Transaktionshintergrund wird erläutert. Dazu zählt insbesondere eine genaue Darstellung der Position des Unternehmens in seinem Markt- und Wettbewerbsumfeld. Im Fall des Käufer-Unternehmens soll die Bedeutung der zu beurteilenden Transaktion für das Unternehmen und ihre Einfügung in die Unternehmensstrategie dargelegt werden.
- 68 • Bei der Bewertung des Transaktionsobjektes empfiehlt es sich, grundsätzlich in zwei Schritten vorzugehen: Zunächst wird das Zielunternehmen in seinem bestehenden Konzept als Stand Alone-Unternehmen bewertet; in einem zweiten Schritt kommt insbesondere bei einer Fairness Opinion für den Käufer eine gesonderte Erfassung der finanziellen Vorteile der Transaktion basierend auf dem Businessplan und unter Einbeziehung von Synergien in Betracht (näher unten Rdn. 78 ff.).
- 69 • Die durchgeführten Berechnungen für die Ermittlung des Unternehmenswertes (präzise des Eigenkapitalwertes bzw. Equity Values) und der finanziellen Vorteile sollten detailliert erläutert werden (vgl. hierzu Rdn. 88 ff.).
- 70 • Schließlich ist das Urteil der Opinion zu begründen und die dargestellten Wertbandbreiten zu kommentieren.

(ii) Opinion Letter

71

Der eigentliche Opinion Letter ist oft sehr kurz. Da die Fairness Opinion aber auch der Transparenz und Kapitalmarktinformation dient (siehe oben Rdn. 11 f.) empfiehlt es sich, dem Leser des Opinion Letters die erforderlichen Informationen zu geben, um nachzuvollziehen, wie der Ersteller der Opinion zu seinem Urteil gelangt ist. Der Detaillierungsgrad dieser Informationen liegt grundsätzlich im Ermessen des Erstellers; dieser wird sich mit dem Auftraggeber abstimmen. Insbesondere sind die folgenden Punkte zu behandeln:

- Verwendungszweck;
- Bewertungsstichtag;
- Zeitraum der Arbeiten;
- Erklärung zu Interessenkonflikten oder Unabhängigkeit;
- Beschreibung der Transaktion;
- Informationsgrundlage der Opinion:
- Details zu Form und Entstehung des Business Plans, welcher der Bewertung zugrunde liegt
 - Umfang der Gespräche mit dem Management über das Geschäftsmodell und Plausibilisierung des Business Plans durch den Bewerter
 - Durchführung von Benchmarking-Analysen;
- Beschreibung der Bewertungsmethodik;
- Zugrunde gelegte Standards bei der Erstellung
- Details zu den Bewertungsmethoden (z.B. Markt- und Kapitalwertmethoden, Anzahl der Vergleichsunternehmen und -transaktionen, Kapitalkosten-herleitung);
- Abschließende Begründung des Urteils zur finanziellen Fairness des Angebots.

72

Wir empfehlen, aus Transparenzgründen die zusammenfassende Wertbandbreite im Opinion Letter offenzulegen, sofern nicht wichtige Gründe dagegensprechen.

3. Fachliche und organisatorische Anforderungen für Ersteller von Fairness Opinions

73 Unternehmen, die Fairness Opinions erstellen, haben im Wege innerbetrieblicher Organisations- und Kommunikationsregeln für die Vermeidung von Interessenkonflikten Sorge zu tragen. Das betrifft insbesondere die Einhaltung folgender Anforderungen an den Prozess der Erstellung einer Fairness Opinion:

- die Einrichtung eines Fairness Opinion Review Committees,
- die Sicherstellung der fachlichen Qualifikation der Ersteller der Fairness Opinion und
- die organisatorische und personelle Trennung des Fairness Opinion Review Committees von den Arbeitsgruppen, die in der entsprechenden Transaktion beratend tätig sind und/oder die Fairness Opinion erstellen.

IV. Finanzielle Angemessenheit

1. Grundlegende Beurteilungskriterien

74 Ersteller von Fairness Opinions haben die finanzielle Angemessenheit von Leistung und Gegenleistung ausschließlich nach finanziellen Kriterien zu beurteilen. Hierzu ist die Bewertung der Leistung und Gegenleistung und die Gegenüberstellung der jeweiligen Werte erforderlich. Käufer und Verkäufer werden für das Transaktionsobjekt grundsätzlich den Wert über die in Rdn. 83ff. dargestellten Methoden ermitteln. Ist das Transaktionsobjekt börsennotiert, ist die Eignung des Börsenkurses als Beurteilungsmaßstab zu prüfen. Ist der Börsenkurs nach dieser Prüfung als Maßstab geeignet, sind aus Börsenkurs abgeleitete Werte (vgl. Rdn. 92 ff.) hinsichtlich ihrer Bedeutung prinzipiell gleich gewichtet.

75 Der Verkäufer und im Fall einer Gegenleistung in Anteilen auch der Käufer werden für die Beurteilung der Transaktion zunächst ihren jeweiligen Stand-alone Wert unter der Prämisse der Fortführung unter unveränderter Planung inklusive der darin enthaltenen Maßnahmen zugrunde legen. Daneben ist für die Beurteilung der Fairness der Transaktion für beide Parteien die Höhe der daraus insgesamt erzielbaren finanziellen Netto-Vorteile von Bedeutung. Daraus ergibt sich für beide Parteien prinzipiell die Anforderung, diese zu schätzen und zu allokatieren.

76 Soll der Erwerb der Zielgesellschaft ganz oder teilweise in Form von Gesellschaftsanteilen des Käufers oder einer durch ihn geschaffenen neuen Gesellschaft bezahlt werden, ist aus Sicht beider Parteien eine Unternehmensbewertung für jeweils beide Gesellschaften durchzuführen. Ist die

Bietergesellschaft börsennotiert, gilt das in Rdn. 74 bezüglich der Eignung des Börsenkurses und ggf. seiner Berücksichtigung Gesagte.

77 Unternehmenstransaktionen sind nur dann „fair from a financial perspective“, wenn die Transaktionspartner sich bei Durchführung der Transaktion ökonomisch nicht schlechterstellen. Das ist dann der Fall, wenn der Wert der zu erhaltenden Gegenleistung aus Sicht des Verkäufers den Wert der hinzugebenden Leistung übersteigt. Das schließt den Einbezug der finanziellen Vorteile aus der geplanten Transaktion ein. Für den Verkäufer gilt das mit umgekehrten Vorzeichen.

2. Beurteilungskriterien für den Käufer

(i) Gegenleistung in bar

78 Bei Erwerb einer Gesellschaft gegen Barzahlung ist die Leistung des Käufers durch die Barzahlung determiniert. Die erhaltene Gegenleistung besteht aus dem Stand-alone Wert der zu erwerbenden Gesellschaft (des Transaktionsobjektes) und dem Wert der für ihn erzielbaren finanziellen Vorteile. Ist das Transaktionsobjekt börsennotiert und der Börsenkurs als Beurteilungsmaßstab geeignet, so ist auch der Börsenkurs der Aktie und die ggf. darauf gebotene Prämie mit dem ermittelten Wert zu vergleichen und in die Beurteilung einzubeziehen (vgl. Rdn. 74).⁸ Die Beurteilung der finanziellen Fairness erfolgt unter der Annahme, dass für die gebotene Leistung die angestrebte Anteilsquote an der Zielgesellschaft erreicht wird.⁹

79 Da die erzielbaren finanziellen Vorteile i.d.R. zu einem wesentlichen Teil dem Käufer zufallen, sind diese in die Beurteilung der finanziellen Angemessenheit von Leistung und Gegenleistung einzubeziehen und zu bewerten. Dabei ist auch die durch den gebotenen Kaufpreis für die Zielgesellschaft bestimmte Aufteilung der finanziellen Vorteile auf die beiden Transaktionsparteien und der davon auf den Käufer entfallende Anteil zu berücksichtigen.

(ii) Gegenleistung in Anteilen

80 Wird der Erwerb mit Anteilen des Käufers bzw. einer von ihm neu geschaffenen Gesellschaft bezahlt, erhält der Verkäufer im Gegenzug für die Übertragung seiner

⁸ Die Mindestpreisregelung nach § 31 WpÜG beeinflusst die Höhe des Gebotes, aber nicht die Beurteilung seiner Fairness.

⁹ D.h. die Beurteilung der Wahrscheinlichkeit, dass diese Anteilsquote mit dem vorliegenden Angebot erreicht werden kann, ist nicht Bestandteil der Fairness Opinion.

Anteile Gesellschaftsanteile des Käufers bzw. einer für die Transaktion neu geschaffenen rechtlichen Einheit (NewCo).¹⁰ Für den Käufer entspricht die Leistung den hingegebenen, in die NewCo eingebrachten Anteilen der kaufenden Gesellschaft; die Gegenleistung entspricht den im Gegenzug erhaltenen Anteilen an der neu entstandenen gemeinsamen Gesellschaft.

81 Der Wert der Leistung aus Käufersicht ist der Wert der hingegebenen Anteile. Für den Fall, dass die eingebrachten Anteile börsennotiert sind und der Börsenkurs als Basis der Wertfindung geeignet ist, ist dieser in die Beurteilung einzubeziehen.

82 Der Wert der erhaltenen Gegenleistung des Käufers wird von zwei Faktoren bestimmt: Der Wert der neu entstandenen Gesellschaft setzt sich aus den Stand-alone Werten der beiden Gesellschaften und dem Wert der gesamten finanziellen Netto-Vorteile aus der Transaktion zusammen. Auch hier sind für den Käufer die Einbeziehung und Bewertung der Vorteile aus der Transaktion für die Beurteilung der Fairness erforderlich. Die Anteilsquote des Käufers an der NewCo wird durch das festgelegte Umtauschverhältnis der Anteile bestimmt. Auch hier ist neben dem Stand-alone Wert der getauschten Anteile im Fall einer Börsennotierung und seiner Eignung als Maßstab der jeweilige Börsenkurs in die Beurteilung einzubeziehen. Zusätzlich ist die Allokation der ermittelten finanziellen Vorteile auf beide Parteien und eine ggf. gebotene Prämie auf den Börsenkurs der Zielgesellschaft zu berücksichtigen.

3. Beurteilungskriterien für den Verkäufer

(i) Gegenleistung in bar

83 Die Leistung des Verkäufers besteht in diesem Fall in den hingegebenen Gesellschaftsanteilen, die Gegenleistung in dem als Barzahlung gebotenen Preis. Für die Bewertung der Leistung ist wiederum der Stand-alone Wert der Anteile des Transaktionsobjektes zu ermitteln. Zusätzlich sind ggf. Verluste aus dem Wegfall von positiven Verbundeffekten als negative Synergien zu berücksichtigen. Ist das Transaktionsobjekt börsennotiert und der Börsenkurs als Beurteilungsmaßstab geeignet, ist dieser und eine ggf. gebotene Prämie in die Analyse einzubeziehen.

84 Ohne die Übertragung der Anteile durch den Verkäufer ist die Erzielung der finanziellen Vorteile aus der Transaktion für den Käufer nicht möglich. Deshalb ist es

¹⁰ Im Weiteren wird davon ausgegangen, dass beim Share for Share-Deal die Anteile des Käufers und des Transaktionsobjektes in eine neue Gesellschaft (NewCo) eingebracht werden und Käufer und Verkäufer im Gegenzug Anteile an der NewCo erhalten. Für den Fall, dass der Käufer die Transaktion über eine Kapitalerhöhung und die Ausgabe junger Aktien an den Verkäufer finanziert, entspricht die Leistung den hingegebenen jungen Aktien. Ökonomisch ergeben sich in beiden Fällen die gleichen Effekte.

grundsätzlich empfehlenswert, auch bei der Fairness Opinion für den Verkäufer die finanziellen Vorteile und ggf. deren Aufteilung in die Beurteilung einzubeziehen. Insbesondere wenn der Verkäufer bzw. die Zielgesellschaft die Durchführung der Transaktion auf Grundlage der erwarteten Vorteile begrüßt, sollten die damit verbundenen Potentiale quantifiziert werden und in die Beurteilung einfließen.

85 In anderen Fällen kann die Bewertung der Vorteile durch den Verkäufer schwierig sein, da er durch sein Ausscheiden nicht mehr an den finanziellen Vorteilen der Transaktion teilhat. In einigen Fällen mangelt es auch an der genauen Kenntnis über die nach der Transaktion vom Käufer durchgeführten Maßnahmen und deren finanzielle Auswirkungen. Wenn die erforderliche Schätzung der finanziellen Vorteile durch den Verkäufer nicht in vertretbarer Zeit und zu vertretbaren Kosten möglich ist, kann im Fall einer Börsennotierung die Beurteilung der Fairness aus Sicht des Verkäufers indirekt über den Vergleich der gebotenen Prämie auf den Börsenkurs mit gebotenen Prämien in vergleichbaren Transaktionen geschehen. Ist das Transaktionsobjekt nicht börsennotiert, erfolgt die Beurteilung aufgrund des Vergleiches zwischen dem Stand-alone Wert incl. ggf. vorhandener negativer Synergien aus dem Verkauf und dem gebotenen Kaufpreis.

(ii) Gegenleistung in Anteilen

86 Die Leistung besteht auch in diesem Fall in den hingegebenen Gesellschaftsanteilen; als Gegenleistung erhält der Verkäufer Anteile an der neu entstandenen Gesellschaft (NewCo). Für die Bewertung der Leistung des Verkäufers ist wiederum der Stand-alone Wert der hingegebenen Anteile zu ermitteln. Im Falle einer Börsennotierung gilt das oben Gesagte zur Eignung und Einbeziehung des Börsenkurses und der gebotenen Prämie.

87 Der Wert der gebotenen Gegenleistung für den Verkäufer wird bestimmt durch den gesamten Wert der gemeinsamen Gesellschaft NewCo (als Summe über die beiden Stand-alone Werte des Käufers und Verkäufers und dem Wert der finanziellen Vorteile) und der Anteilsquote des Verkäufers am gemeinsamen Unternehmen. Letztere ergibt sich aus dem vorgeschlagenen Umtauschverhältnis der Anteile. Hier ist wiederum neben den Stand-alone Werten der getauschten Anteile im Fall einer Börsennotierung und seiner Eignung als Maßstab der jeweilige Börsenkurs in die Beurteilung einzubeziehen. Zusätzlich ist die Synergieallokation auf beide Parteien und, im Fall einer Börsennotierung, eine ggf. gebotene Prämie auf den Börsenkurs der

Zielgesellschaft zu berücksichtigen.¹¹ Da der Verkäufer in diesem Fall nicht ausscheidet und daher an den Vorteilen aus der Transaktion direkt beteiligt ist, ist für die Beurteilung der finanziellen Fairness aus seiner Sicht die Abschätzung und Bewertung der Vorteile in jedem Fall erforderlich. Basierend auf den bewerteten finanziellen Vorteilen ist auch die Beurteilung ihrer Aufteilung möglich.

4. Methoden zur Bewertung und Beurteilung der Angemessenheit der angebotenen Gegenleistung

(i) Grundsätzliches

88 Für die Beurteilung der finanziellen Angemessenheit der Gegenleistung bzw. des Transaktionspreises ist eine Unternehmensbewertung durchzuführen. Hier gelten folgende Grundsätze:

- 89
- Methodenvielfalt: Dem Ersteller der Fairness Opinion stehen die in der Betriebswirtschaft anerkannten Methoden zur Ermittlung des Eigenkapitalwertes (Equity Value) zur Verfügung. Die Anwendung mehrerer Bewertungsmethoden, insbesondere von kapitalwertorientierten Bewertungsmethoden, wie z.B. die Discounted Cash Flow-Methode, und von den marktorientierten Bewertungsmethoden der Börsen- und Transaktionsmultiplikatoren sowie der Analyse der Marktkapitalisierung des Bewertungsobjektes, wird empfohlen. Die Bewertungsmethoden sind grundsätzlich zueinander gleichwertig. Sie weisen jedoch unterschiedliche Vor- und Nachteile auf, so dass es im Einzelfall erforderlich sein kann, eine Bewertungsmethode zu präferieren, geringer zu gewichten oder gar nicht anzuwenden und somit vom Grundsatz der Gleichrangigkeit der Methoden abzuweichen. Eine Abweichung ist vom Ersteller der Fairness Opinion transparent zu machen und zu begründen.

90

 - Wertbandbreiten: In Abhängigkeit von den gewählten Input-Faktoren ergeben sich unterschiedliche Eigenkapitalwerte. Der Ersteller der Fairness Opinion hat der daraus entstehenden Unsicherheit über den Wert dadurch Rechnung zu tragen, dass er das Ergebnis seiner Analyse als Wertbandbreite darstellt.

91

 - Stichtagsprinzip: Die Fairness Opinion muss deutlich machen, auf welchen Stichtag sich die Bewertung bezieht. Grundsätzlich sollte der Stichtag den Zeitpunkt der Entscheidung der Organe über die Durchführung der Transaktion darstellen. Wird die Fairness Opinion im Zusammenhang mit einer Stellungnahme

¹¹ So kann das Angebot für die Aktionäre der Zielgesellschaft trotz einer negativen Übernahmeprämie vorteilhaft sein, wenn dieser Nachteil durch die Teilhabe an den künftigen finanziellen Vorteilen aus der Transaktion überkompensiert wird.

nach § 27 WpÜG erstellt, ist der Stichtag der Tag der Veröffentlichung der Stellungnahme. Bei der Bewertung ist der Informationsstand zu berücksichtigen, der bei angemessener Sorgfalt zum Bewertungsstichtag hätte erlangt werden können.

(ii) Methoden zur Bewertung

- Kapitalwertorientierte Bewertungsmethoden

92 Der Ersteller der Fairness Opinion hat die Auswahl zwischen mehreren kapitalwertorientierten Bewertungsmethoden. Diese ermitteln den Unternehmenswert als Wert durch Diskontierung der erwarteten Mittelzuflüsse für die Investoren (sog. Zukunftserfolgswert) zuzüglich des Werts etwaiger nicht betriebsnotwendiger Vermögenswerte. Die Wertermittlung erfolgt grundsätzlich unter der Annahme der Fortführung des Unternehmens. Zur Ermittlung des Barwerts der Mittelzuflüsse für die Investoren werden Kapitalkosten verwendet, welche die erwartete Rendite aus einer zur Investition in das zu bewertende Unternehmen adäquaten Alternativanlage repräsentieren. Demnach wird der Eigenkapitalwert allein aus seiner Ertragskraft, d.h. seiner Eigenschaft, finanzielle Überschüsse für die Unternehmenseigner zu erwirtschaften, abgeleitet. Hierzu werden unterschiedliche Varianten der Discounted Cash Flow-Methode („DCF-Methode“) verwendet. In der internationalen Praxis ist die Ermittlung des Werts des Eigenkapitals durch Abzinsung sog. Free Cash-Flows mit durchschnittlichen gewichteten Kapitalkosten (Weighted Average Cost of Capital - WACC) und daraufhin erfolgreichem Abzug der Netto-Schulden am gebräuchlichsten. Nur für den Fall, dass der Barwert der finanziellen Überschüsse, die sich bei Liquidation des gesamten Unternehmens ergeben (sog. Liquidationswert), den Fortführungswert übersteigt, kommt der Liquidationswert als Eigenkapitalwert in Betracht.

93 Im Rahmen von Fairness Opinions bieten DCF-Modelle u.a. folgende Vorteile:

- Anknüpfung an die Kriterien der Investitionsentscheidung nach der Kapitalwert-Methode,
- Abbildung von Erwartungswerten bezüglich der Höhe und der zeitlichen Verteilung der finanziellen Überschüsse, insbesondere hinsichtlich möglicher Businessplan-Szenarien.

94 Die notwendige Schätzung der künftigen Überschüsse ist sowohl für die Stand Alone-Bewertung als auch für die Quantifizierung der finanziellen Vorteile aus der Transaktion sorgfältig darzulegen. Es sind ausschließlich Unternehmenssteuern in die Bewertung einzubeziehen. Die Schätzung und Ermittlung der relevanten Kapitalkosten ist darzulegen. Die getroffenen Annahmen für die Bewertung

(Kapitalstruktur, Wachstumsrate bei der Terminal Value-Bestimmung, Modell zur Ableitung der Kapitalkosten etc.) sind zu begründen. Der Einfluss von Änderungen zentraler Annahmen und Inputgrößen auf den ermittelten Eigenkapitalwert ist mit Hilfe von Sensitivitätsanalysen zu verdeutlichen. Sind die entsprechenden Inputfaktoren unsicher, sind diese als Bandbreite bzw. Zufallsvariable anzunehmen. Die Darstellung des Bewertungsergebnisses erfolgt daher nicht als einwertige Ergebnisgröße, sondern ist in Abhängigkeit der gewählten Annahmen als Bandbreite von Eigenkapitalwerten durchzuführen.

- Marktorientierte Bewertungsmethoden

95 Neben den Diskontierungsverfahren können auch Multiplikatorverfahren für die Wertermittlung verwendet werden; sie sind prinzipiell gleichwertig zu den Diskontierungsverfahren. Die Multiplikator-Methode stellt eine vergleichende Marktbewertung dar. Demnach ergibt sich der Wert des Unternehmens als Produkt einer Bezugsgröße (häufig Umsatz- oder Ergebnisgrößen) des Unternehmens mit dem entsprechenden Multiplikator, welcher regelmäßig aus Preisen von geeigneten börsennotierten Vergleichsunternehmen (Börsenmultiplikatoren) oder Vergleichstransaktionen (Transaktionsmultiplikatoren) abgeleitet wird. Vorteil der Multiplikator-Methode ist, dass als Ausgangspunkt für die Bewertung beobachtbare Transaktionspreise oder Aktienkurse dienen. Die Vergleichbarkeit der herangezogenen Unternehmen mit dem Bewertungsobjekt ist von großer Bedeutung für die Eignung dieser Bewertungsmethode.

96 Grundsätzlich ist zu berücksichtigen, dass Börsenmultiplikatoren in der Regel eine Stand Alone-Bewertung des Kapitalmarkts im Hinblick auf einzelne Aktien des börsennotierten Unternehmens darstellen und keine finanziellen Vorteile aus der Transaktion und „*Cost to Achieve*“ (Kosten zur Durchführung der Transaktion und Integrationskosten) berücksichtigen. Dagegen basieren Transaktionsmultiplikatoren auf vereinbarten Kaufpreisen für Unternehmensanteile und sollten insofern bereits die Vorteile und *Cost to Achieve*, aber auch die Transaktionsrahmenbedingungen, enthalten. Zur Herstellung der notwendigen Äquivalenz mit dem zu bewertenden Unternehmen können daher Anpassungen der Referenzpreise durch Zu- und Abschläge notwendig werden, wie z.B. Übernahmeprämien und Liquiditätsabschläge, um im Endergebnis eine Schätzung für den Wert der Anteile zu erhalten. Ggf. durchgeführte Zu- und/oder Abschläge sind ebenso zu begründen. Die Auswahl der Vergleichsunternehmen bzw. -transaktionen ist zu dokumentieren. Eine ggf. durchgeführte Verdichtung der Multiplikatoren der Vergleichsunternehmen ist zu erläutern. Wegen der Bandbreite an Multiplikatoren über die verschiedenen Vergleichsunternehmen ist es auch hier sinnvoll, das Ergebnis der Bewertung als eine mögliche Wertbandbreite darzustellen.

- Börsenkurse

97 Bei börsennotierten Gesellschaften sollte grundsätzlich auch auf den Börsenkurs als Grundlage für die Ermittlung des Wertes für das Bewertungsobjekt abgestellt werden. Die Berücksichtigung ergibt sich schon daraus, dass bei freiwilligen Übernahmeangeboten und bei Pflichtangeboten der Bieter den Aktionären einer Zielgesellschaft eine angemessene Gegenleistung nach § 31 Abs. 1 WpÜG anbieten muss, die sich aus Börsenkursen und Preisen für Vorerwerbe ableitet.

98 Der Preis für Unternehmensanteile bildet sich auf freien Kapitalmärkten aus Angebot und Nachfrage. Er wird wesentlich von der Nutzenschätzung (Grenznutzen) der jeweiligen Käufer und Verkäufer bestimmt. Insbesondere kann der Börsenkurs im Rahmen von öffentlichen Übernahmen schon vor Bekanntmachung der Absicht zur Unterbreitung eines Übernahmeangebots durch Übernahmegerüchte oder Handelsaktivität der Parteien beeinflusst sein. Bei öffentlichen Übernahmen, aber auch bei Strukturmaßnahmen wird für die Berechnung des Mindestpreises durch die BaFin auf den Tag der Ankündigung der Transaktion abgestellt. Darüber hinaus ist die Liquidität der Aktien bei der Analyse des Börsenkurses durch den Ersteller der Fairness Opinion zu würdigen. Sofern deutliche Unterschiede zwischen dem aus aussagekräftigen Börsenkursen abgeleiteten Wert und dem mit anderen Bewertungsverfahren ermittelten Wert auftreten, sind diese Abweichungen wohl zu begründen.

- Weitere Beurteilungsmaßstäbe

99 Neben den genannten Bewertungsmethoden können weitere Beurteilungsmaßstäbe in die Würdigung der finanziellen Angemessenheit der Gegenleistung einbezogen werden. Hierzu können Vor- und Nacherwerbspreise zählen, Analystenschätzungen, Kaufpreisindikationen im Rahmen von Bieterprozessen oder substanzwertorientierten Wertansätzen, wie z.B. der *Net Asset Value* bei Immobiliengesellschaften.

(iii) Beurteilung der finanziellen Fairness

100 Auf Basis des Grundsatzes der Methodenvielfalt führt der Ersteller der Fairness Opinion eine Gesamtwürdigung seiner Bewertungsergebnisse und Wertbandbreiten durch. Es ist nicht grundsätzlich erforderlich, dass die Wertbandbreiten unterschiedlicher Bewertungsmethoden zu einer zusätzlichen, engeren Bandbreite oder gar einem Punktwert verdichtet werden. Für die Bestätigung der finanziellen Fairness ist ausreichend, dass der Ersteller der Fairness Opinion unter Abwägung der Wertbandbreiten verschiedener Bewertungsmethoden, der grundsätzlichen Vor- und Nachteile der einzelnen Methoden sowie möglicher Einschränkungen im Einzelfall zu der Überzeugung gelangt, dass für die zu beurteilende Transaktion der Wert der

Gegenleistung für den Käufer bzw. Verkäufer finanziell angemessen und diese als „*fair from a financial point of view*“ zu beurteilen ist.

101 Käuferperspektive: Die Gegenleistung ist finanziell angemessen, sofern ihr Wert nicht oberhalb der Bandbreite liegt, die für den Wert des Transaktionsobjektes (inkl. der käuferindividuellen finanziellen Netto-Vorteile) ermittelt wurde.

102 Verkäuferperspektive: Die Gegenleistung ist finanziell angemessen, sofern ihr Wert nicht unterhalb der Bandbreite liegt, die für den Wert des Transaktionsobjektes (unter Berücksichtigung des Verlustes möglicher finanzieller Verbundeffekte im Konzern des Verkäufers) ermittelt wurde.

103 Der Ersteller der Fairness Opinion ist dabei nicht nur darauf beschränkt, die finanzielle Fairness zu bestätigen oder abzulehnen. Er kann in seiner Beurteilung darauf hinweisen, welche Bedeutung bei seinem Urteil die Beurteilung z.B. der Stand-alone Wert und die Berücksichtigung von Übernahmeprämien und finanzieller Netto-Vorteile haben.

D. Offenlegung

I. Rechtliche Anforderungen

104 Es gibt keine rechtlichen Regelungen zur Offenlegung von Fairness Opinions in Deutschland. Der Überblick über andere Rechtsordnungen (vgl. Anhang) zeigt, dass dort eine Offenlegung zumindest in zusammengefasster Form Standard ist. Diskutiert wird die Offenlegung einer Fairness Opinion im Zusammenhang mit der begründeten Stellungnahme nach § 27 WpÜG. In der Literatur wird aus der Pflicht zur vollständigen Information der Anteilseigner eine Pflicht zumindest der Offenlegung des Opinion Letters abgeleitet. In der Praxis ist es üblich, dass der Opinion Letter der Stellungnahme beigefügt wird.

105 Der Verkauf oder Kauf von Unternehmen und Unternehmensbeteiligungen wird regelmäßig nicht in der Hauptversammlung den Aktionären zur Zustimmung vorgelegt.¹² Daher erfolgt auch keine Offenlegung eines Bewertungsgutachtens oder einer etwa eingeholten Fairness Opinion. Die Aktionäre können in diesem Fall aufgrund des Auskunftsrechts nach § 131 Abs. 1 AktG Auskunft über die wesentlichen Eckpunkte der Fairness Opinion verlangen. Eine Offenlegung der Fairness Opinion in

¹² Vgl. zur fehlenden Notwendigkeit einer Beteiligung der Hauptversammlung. LG München, Urt. v. 20.12.2018 - 5 HK O 15236/17 (Rdn. 27 f.): OLG Frankfurt a.M., Urt. v. 7.12.2010, 5 U 29/10 (zur Vorlagepflicht bei Beteiligungserwerb).

der Hauptversammlung oder auf der Website der Gesellschaft kann jedoch nicht verlangt werden.

106 Für die Organe stellt sich die Frage, ob eine Offenlegung die Akzeptanz ihrer Entscheidung erhöht. Für den Ersteller stellt sich die Frage, ob die Offenlegung zu Haftungsrisiken führen kann. Bei der Stellungnahme nach § 27 WpÜG hat der Gesetzgeber von einer expliziten Haftungsregelung für die Organe im Zusammenhang mit der Stellungnahme abgesehen. Nach überwiegender Ansicht besteht keine Haftung von Vorstand und Aufsichtsrat nach den Grundsätzen der zivilrechtlichen Prospekthaftung. Auch eine Haftung aus § 823 Abs. 2 BGB wird abgelehnt, weil § 27 WpÜG kein Schutzgesetz zugunsten der Aktionäre sei. §§ 93, 116 AktG scheiden als Haftungsnorm aus, weil kein Schaden der Gesellschaft durch die Stellungnahme denkbar ist. Diese Grundsätze müssen erst recht für den Ersteller der Fairness Opinion gelten, der nur eine Anlage zu der Stellungnahme von Vorstand und Aufsichtsrat liefert.

107 Eine Haftung besteht grundsätzlich nur gegenüber dem Auftraggeber. Die Aktionäre sind nicht Adressaten des Fairness Opinion und haben daher auch keine vertragliche Basis für einen Haftungsanspruch.

108 Fairness Opinions für den Käufer/Bieter werden nicht offengelegt, weil sie die Verhandlungsposition schwächen können. Eine Ausnahme können Share for Share-Transaktionen sein, weil hier die finanzielle Angemessenheit des Austauschverhältnisses für Aktionäre von Verkäufer und Käufer nur schwierig einzuschätzen ist. Die Offenlegung fördert die Transparenz.

II. Ausgewählte internationale Jurisdiktionen

1. USA

109 In den USA gibt es keine rechtliche Verpflichtung zur Einholung von Fairness Opinions. Bei großen Transaktionen börsennotierter Unternehmen ist es jedoch übliche Praxis, eine Fairness Opinion einzuholen, insbesondere dann, wenn die Zustimmung der Aktionäre eingeholt werden muss (Käufer) oder die Aktionäre das Angebot annehmen müssen (Zielunternehmen) und das Board eine Empfehlung aussprechen muss.

110 Diese Praxis basiert auf einer grundlegenden Entscheidung des Delaware Supreme Court aus dem Jahr 1985 (*Smith vs. Van Gorkom*, 488 A.2d 858 (Del. 1985)). Das Gericht bejahte eine Sorgfaltspflichtverletzung des Boards der Zielgesellschaft, weil das Board bei seiner Entscheidung, den Aktionären die Annahme eines Angebots zu empfehlen, nicht versucht habe, den inneren Wert der Aktie der eigenen Gesellschaft zu ermitteln, um auf dieser Basis zu entscheiden, ob der gebotene Preis angemessen sei. Das Board habe sein Ermessen nicht auf informierter Basis ausgeübt. Wenn das Board sich eine unabhängige Expertise zur Wertermittlung einhole, könne dadurch der Nachweis erbracht werden, dass das Board seiner Sorgfaltspflicht genügt habe.

111 Auch in späteren Entscheidungen wurde immer darauf abgestellt, ob das Board eine ausreichende Informationsbasis für seine Entscheidung hatte. In einer weiteren wegweisenden Entscheidung aus Delaware (*Revlon, Inc. v. MacAndrews & Forbes Hldgs., Inc.*, 506 A.2d 173, 182 (Del. 1986)) wurde der Sorgfaltsstandard des Boards des Zielunternehmens bei Übernahmen konkretisiert. Das Board müsse versuchen, den bestmöglichen Preis für die Aktionäre zu verhandeln. Das Einholen einer Fairness Opinion ist ein Indiz dafür, dass das Board dem „*Revlon Standard*“ gerecht geworden ist.

112 Wenn für eine Transaktion die Zustimmung der Aktionäre erforderlich ist, sei es auf Käufer- oder Verkäuferseite, dann muss vor der Abstimmung ein sogenanntes S-4 Registration Statement und/oder ein Proxy Statement veröffentlicht werden. Eine solche Zustimmung ist z.B. nach den Listing Rules für die NYSE and NASDAQ erforderlich, wenn mehr als 20% neue Aktien zur Durchführung einer Transaktion ausgegeben werden. Beide "*Disclosure Documents*" unterliegen Offenlegungspflichten auch hinsichtlich der für die Transaktion eingeholten Fairness Opinion und werden von der SEC geprüft. Die Offenlegungspflichten sind sehr weitgehend. Zunächst muss der eigentliche Opinion Letter im Wortlaut veröffentlicht werden. Die Informationen, die der Ersteller vom Auftraggeber erhalten bzw. herangezogen hat (z.B. Daten zu Vergleichstransaktionen und zu Multiples bei der Bewertung der Peer Group) müssen offengelegt werden. Wenn der Ersteller eine mehrjährige Planung als Grundlage für eine DCF- Bewertung erhalten hat, muss diese

Planung veröffentlicht werden. Weiter müssen die angewandten Bewertungsmethoden zusammenfassend dargestellt werden. Die Vergütung des Erstellers muss aufgedeckt werden. Der Ersteller der Fairness Opinion ist üblicherweise auch der Transaktionsberater. Auch darauf ist hinzuweisen und das Transaktionshonorar ist anzugeben. In diesen Fällen ist die Vergütung der Fairness Opinion Teil des Gesamthonorars, sie wird nur früher fällig als der Rest.

2. Vereinigtes Königreich/UK

113

Im Vereinigten Königreich sind Unternehmen in der Regel nicht verpflichtet, eine formelle "Fairness Opinion" im Zusammenhang mit M&A-Transaktionen zu veröffentlichen. Allerdings kann sich für den Vorstand in folgenden Fällen die Verpflichtung ergeben, externen Rat einzuholen, um zu prüfen, ob die Bedingungen einer Transaktion fair und angemessen sind:

- bei einem Unternehmen, das eine M&A-Transaktion an der Börse durchführt, die dem UK Takeover Code des Panel on Takeovers and Mergers unterliegt. Unter solchen Umständen ist der Vorstand der Gesellschaft, die Gegenstand des Angebots ist (und unter bestimmten Umständen auch die Gesellschaft, die das Angebot macht), verpflichtet, "kompetente unabhängige Beratung darüber einzuholen, ob die finanziellen Bedingungen von Angeboten [...] fair und angemessen sind", wie es in Regel 3 des Takeover Code heißt. Die Tatsache, dass der Vorstand eine solche Beratung eingeholt hat, muss den Aktionären gegenüber bestätigt werden, aber es muss kein formeller Bericht oder eine Fairness Opinion veröffentlicht werden.
- bei einem Unternehmen, dessen Aktien zur Notierung im Premium Listing Segment der London Stock Exchange plc zugelassen sind und daher den Listing Rules der britischen Financial Conduct Authority (FCA) unterliegen. Wenn eine solche Gesellschaft eine Transaktion mit nahestehenden Unternehmen oder Personen (wie in den Listing Rules definiert) anstrebt, kann sie je nach Umfang der Transaktion gemäß Kapitel 11 der Listing Rules verpflichtet sein, "eine schriftliche Bestätigung eines Sponsors [d.h. eines Finanzinstituts, wie z.B. einer Investmentbank, die bei der FCA als "Sponsor" registriert ist und ihre primären aufsichtsrechtlichen Verpflichtungen gegenüber der FCA und nicht gegenüber der Gesellschaft hat] dahingehend einzuholen, dass die Bedingungen des Zusammenschlussvorhabens, was die Aktionäre anbelangt, fair und angemessen sind". Der Inhalt der Stellungnahme eines solchen Sponsors muss den Aktionären gegenüber nicht offengelegt werden.
- Es ist auch marktüblich, dass ein Unternehmen mit einer Premium-Notierung (d.h. dieselbe Kategorie wie oben) als Teil der Empfehlung des Vorstands an die

Aktionäre, mit Ja zu stimmen, angibt, dass es im Zusammenhang mit "bedeutenden Transaktionen" (d.h. Transaktionen einer gewissen Größe, gemessen an der Größe des Unternehmens selbst entsprechend den Listing Rules) von einem Finanzberater beraten worden ist. Es besteht jedoch keine formelle Verpflichtung, eine in diesem Zusammenhang abgegebene Fairness Opinion einzuholen oder offenzulegen.

114 Eine vergleichbare Verpflichtung kann für auch für britische Aktiengesellschaften, die Aktien als unbare Gegenleistung ausgeben (z.B. als Akquisitionswährung beim Erwerb von Vermögenswerten), entstehen. Unter Umständen muss das Unternehmen eine unabhängige Bewertung und einen Bericht einholen, in dem bestätigt wird, dass der Wert der unbaren Gegenleistung, die es für die Aktien erhält, nicht unter dem Nennwert und einem eventuellen Aufschlag auf die ausgegebenen Aktien liegt. Ein solcher Bericht muss der Gegenpartei bei der Transaktion zur Verfügung gestellt werden, es besteht aber keine Verpflichtung, ihn der Öffentlichkeit zugänglich zu machen (obwohl einige Unternehmen sich möglicherweise freiwillig dazu entschließen).

3. Frankreich

115 In Frankreich muss bei einem Übernahmeangebot vom Zielunternehmen eine Fairness Opinion eingeholt werden, wenn ein Interessenkonflikt im Verwaltungsrat des Zielunternehmens zu befürchten ist.¹³ Typische Fälle eines solchen Interessenkonflikts sind u.a. Übernahmeangebote eines bereits kontrollierenden Aktionärs, vertragliche Absprachen zwischen Mitgliedern des Verwaltungsrats des Zielunternehmens und dem Bieter u.a..

116 In der Praxis werden Fairness Opinions von börsennotierten Unternehmen auch bei anderen Transaktionen eingeholt, um das Haftungsrisiko der Organe zu begrenzen.

117 Wird bei einer öffentlichen Übernahme eine Fairness Opinion eingeholt, soll der Ersteller unabhängig sein. Die Fairness Opinion muss veröffentlicht werden, entweder als Teil der Angebotsunterlage oder als Anlage zur Stellungnahme des Verwaltungsrats des Zielunternehmens.

¹³ Siehe Règlement général de L'Autorité des marchés financiers (AMF) Article 261-1, para. I (in offizieller englischer Übersetzung): "The target company of a takeover bid shall appoint an independent appraiser if the transaction is likely to cause conflicts of interest within its Board of Directors, Supervisory Board or competent governing body that could impair the objectivity of the reasoned opinion mentioned in Article 231-19 or jeopardise the fair treatment of shareholders or bearers of the financial instruments targeted by the bid."

4. Österreich

118 In Österreich verlangt § 13 ÜbG (Übernahmegesetz): „Die Zielgesellschaft hat zu ihrer
Beratung während des gesamten Verfahrens und zur Prüfung der Äußerung ihrer
Verwaltungsorgane (§ 14) einen hierfür geeigneten (§ 9 Abs. 2), von der
Zielgesellschaft unabhängigen Sachverständigen zu bestellen. Die Bestellung des
Sachverständigen bedarf der Zustimmung des Aufsichtsrats.“

119 Nach § 9 Abs. 2 ÜbG sind sowohl Wirtschaftsprüfer als auch Kredit- und
Finanzinstitute als Sachverständige geeignet, in der Praxis wird jedoch regelmäßig ein
Wirtschaftsprüfer bestellt. Der Sachverständige wird durch § 14 Abs. 2 ÜbG ferner
verpflichtet, schriftlich das Angebot, die Äußerung des Vorstands der Zielgesellschaft
sowie, sofern erstattet, die Äußerung des Aufsichtsrats zu beurteilen. Wenn Vorstand
und/oder Aufsichtsrat in ihrer, von dem Sachverständigen zu beurteilenden Äußerung
explizit auf die Angemessenheit bzw. Nicht-Angemessenheit des Angebots eingehen
und möglicherweise zusätzlich eine abschließende Empfehlung nach § 14 Abs. 1 ÜbG
aussprechen, geschieht dies in der Praxis auf Basis einer Fairness Opinion. Bei anderen
Transaktionen, beispielsweise im Falle von Related Party-Transaktionen oder bei
Transaktionen, bei welchen die Angemessenheit von Barabfindungen im
Zusammenhang mit Umgründungen oder Gesellschafterausschlüssen zu beurteilen ist,
ist es nicht unüblich, dass ebenfalls Fairness Opinions abgegeben werden. Fairness
Opinions werden insbesondere eingeholt, um das Haftungsrisiko von Vorständen,
Geschäftsführern und Aufsichtsräten zu reduzieren, die nach einer Voraussetzung der
österreichischen Business Judgement Rule nicht haften, wenn sie aufgrund einer
wohlinformierten Entscheidung gehandelt haben.¹⁴

5. Schweiz

120 In der Schweiz besteht bei öffentlichen Übernahmeangeboten in der Regel¹⁵ keine
Pflicht, eine Fairness Opinion einzuholen, es ist aber durchaus üblich, dass die
Zielgesellschaft eine Fairness Opinion in Auftrag gibt, die den Verwaltungsrat einer
Zielgesellschaft bei seiner Stellungnahme zum Übernahmeangebot (Bericht)
unterstützen soll. Gem. Art. 30 Abs. 5 der Übernahmeverordnung wird eine Fairness

¹⁴ Siehe zu den praktischen Anwendungsfällen bereits Rz 8 f und zur ähnlichen Rechtslage in Deutschland im
Zusammenhang mit der Business Judgement Rule Rz 14 ff.

¹⁵ Eine rechtliche Pflicht zur Einholung einer Fairness Opinion kann bestehen, wenn der Verwaltungsrat der
Zielgesellschaft zum Transaktionsangebot Stellung nehmen muss und nicht wenigstens zwei der
Verwaltungsratsmitglieder unabhängig bzw. frei von Interessenkonflikten sind.

Opinion „integrierender Bestandteil des Berichtes“. Die Bewertungsgrundlagen, die Bewertungsmethode und die angewandten Parameter sind offenzulegen.¹⁶ Gem. Abs. 6 muss der für die Fairness Opinion „beauftragte Dritte besonders befähigt und vom Anbieter, von der Zielgesellschaft und von den mit diesen in gemeinsamer Absprache handelnden Personen unabhängig sein“. Die besondere Befähigung zur Erstellung einer Fairness Opinion kann von der Übernahmekommission mittels Verfügung festgestellt werden. Die Stellungnahmen einschließlich der Fairness Opinions sind für die Aktionäre in der Regel über die Website der Gesellschaft zugänglich. Auf der Website der schweizerischen Übernahmekommission werden außerdem alle Stellungnahmen (einschließlich Fairness Opinions) veröffentlicht.¹⁷

¹⁶ Verordnung der Übernahmekommission über öffentliche Kaufangebote (Übernahmeverordnung, UEV) vom 21. August 2008 (Stand am 1. Januar 2016), <https://www.fedlex.admin.ch/eli/cc/2008/745/de> (Abruf: 10. Mai 2022).

¹⁷ Vgl. z.B. 0805 - Bank Linth LLB AG, Öffentliches Kauf- und Teil-Tauschangebot der Liechtensteinischen Landesbank AG an die Aktionäre der Bank Linth LLB AG; <https://www.takeover.ch/transactions/detail/nr/0805> (Abruf: 10. Mai. 2022). Siehe auch Berndt, *Thomas/Froese, Hendrik/Leverkus, Lennard/Ornik, Roman* (2014), Comply or explain als Lösung für Schweizer Fairness Opinions? – Bewertungsunterschiede und Intransparenz analysiert – Verbesserungen identifiziert, *Der Schweizer Treuhänder*, S. 748-753.

Der Berufsverband der Investment Professionals in Deutschland – DVFA e. V.

Der DVFA e. V. ist die Standesorganisation aller Investment Professionals in den deutschen Finanz- und Kapitalmärkten. Unsere über 1.400 Mitglieder repräsentieren die Vielfalt des Investment- und Risikomanagements in Deutschland. Wir engagieren uns für die Professionalisierung des Investment-Berufsstandes, erarbeiten Standards und fördern den Finance-Nachwuchs. Wir bündeln die Meinung unserer Mitglieder und bringen uns über die DVFA-Gremien in die regulatorische und politische Diskussion ein. Unser Netzwerk bringt Praktiker und Theoretiker sämtlicher Investmentdisziplinen unter dem DVFA-Dach zusammen.

Der Verband ist international verankert. Er ist Mitglied von EFFAS – European Federation of Financial Analysts Societies mit mehr als 18.000 Investment Professionals europaweit.

Kontakt

Sina Hähnchen
Leiterin Verbandsgeschäftsstelle

DVFA e. V.
Mainzer Landstraße 47a
60329 Frankfurt am Main
sh@dvfa.org
<https://www.dvfa.de>

Impressum

Herausgeber: DVFA e. V.
V.i.S.d.P.: Sina Hähnchen

Amtsgericht Frankfurt am Main
VR 8158

© 2023 DVFA e. V.

Die DVFA übernimmt keine Haftung für Fehler oder Auslassungen im Zusammenhang mit dem Inhalt dieser Informationen.

Das Dokument wird zu Informationszwecken zur Verfügung gestellt und soll nicht als Aufforderung oder Angebot zum Kauf oder Verkauf von Wertpapieren oder verwandten Finanzinstrumenten interpretiert werden.

Jegliche Handlung, die im Vertrauen auf diese Informationen vorgenommen oder unterlassen wird, ist verboten und kann ungesetzlich sein.

Das Werk ist urheberrechtlich geschützt. Jede Verwertung außerhalb der Grenzen des Urheberrechtsgesetzes ist ohne Zustimmung der DVFA unzulässig und strafbar. Das gilt insbesondere für Vervielfältigungen, Übersetzungen, Mikroverfilmungen und die Einspeicherung und Bearbeitung in elektronischen Systemen.